

上海均瑶（集团）有限公司

2018 年度第一期短期融资券

# 跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)101111】

**评级对象:** 上海均瑶(集团)有限公司 2018 年度第一期短期融资券

18 均瑶 CP001

主体/展望/债项/评级时间

**本次跟踪:** AA+/稳定/A-1/2018 年 8 月 29 日

**首次评级:** AA+/稳定/A-1/2018 年 2 月 24 日

### 主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	0.63	1.89	11.94	9.76
刚性债务	61.50	69.71	95.11	111.14
所有者权益	11.03	10.93	13.12	11.68
经营性现金净流入量	-5.16	-4.18	-3.08	-0.21
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	308.09	356.31	427.80	450.78
总负债	214.91	225.60	282.03	300.04
刚性债务	163.32	161.60	203.32	223.60
所有者权益	93.19	130.71	145.77	150.75
营业收入	179.13	207.12	234.09	67.72
净利润	14.70	13.57	14.53	5.60
经营性现金净流入量	18.30	19.76	29.94	5.31
EBITDA	31.15	32.75	38.27	—
资产负债率[%]	69.75	63.32	65.93	66.56
权益资本与刚性债务 比率[%]	57.06	80.89	71.70	67.42
流动比率[%]	58.43	69.42	79.15	77.85
现金比率[%]	21.50	27.08	33.09	30.95
利息保障倍数[倍]	4.55	3.65	3.48	—
净资产收益率[%]	18.58	12.12	10.51	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	16.28	14.48	19.69	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-34.90	-7.99	-6.82	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.57	4.66	4.59	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.24	0.20	0.21	—

注:根据均瑶集团经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

李 育 liyu@shxsj.com  
王树玲 wangsl@shxsj.com  
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
http://www.shxsj.com

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对上海均瑶(集团)有限公司(简称均瑶集团、发行人、该公司或公司)2018 年度第一期短期融资券的跟踪评级反映了 2017 年以来均瑶集团在行业发展优势、多元化经营、业务定位、盈利能力、获现能力及融资渠道等方面继续保持优势,同时也反映了公司在业务经营压力、资金需求、债务负担、汇率和油价波动等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **行业发展优势。**在以旅游出行为主的休闲需求和航空公司降价保量等因素带动下,我国航空旅客周转量保持较快增长。未来随着国民经济的发展和居民可支配收入的提升,我国航空运输业具有较大的发展空间。
- **多元化经营优势和业务经营定位明确。**均瑶集团航空、百货、汽车销售三大主营业务板块共同发展,近年来逐步开拓金融业务板块,多元化经营有利于分散经营风险。公司百货及汽车销售业务定位较明确,差异化经营优势明显,在无锡市保持较强的竞争力;民航运输业务也保持了较高的运营效率。
- **盈利能力和现金获取能力较强。**均瑶集团航空业务收入快速增加,百货零售和乘用车销售业务收入也保持在较大规模,公司盈利能力较强。持续稳定的现金流入可对即期债务的偿付提供较好保障。
- **融资渠道拓宽。**均瑶集团下属子公司吉祥航空成功于上交所上市并完成定向增发,扩充了公司的融资渠道,同时公司资本实力得以大幅增强。

#### 主要风险:

- **业务运营压力。**均瑶集团业务板块较多,民航、金融及乳业等业务版块处于稳定扩张期,公司

面临一定的运营管理压力。

- 资金需求较大。均瑶集团的民航、金融等业务扩展需要进一步的资金投入，后续资金需求较大。
- 债务负担加重，即期偿债压力大。跟踪期内，受业务扩张及对外股权投资规模较大影响，均瑶集团刚性负债规模快速增长，公司债务负担加重；公司多笔债券将于 2019 年集中到期偿付，即期偿债压力大。
- 航油及汇率波动风险。均瑶集团的飞机采购和融资租赁支出较大，且多以美元结算，汇率波动将对公司成本控制有一定影响。此外，航油为公司航空运输业务主要成本，2017 年下半年以来，航油价格持续上升，公司成本支出增大。

## 评级关注

- 均瑶集团通过集中竞价和定向增发等方式增持爱建集团股权，截至 2018 年 7 月末公司持有爱建集团 27.08% 股权，为爱建集团最大股东。根据 2018 年 6 月 30 日爱建集团公告，自 2018 年 7 月 3 日起 6 个月内均瑶集团将继续增持 1%-3%。此外，公司计划在 2018 年半年报实现对爱建集团并表。

## ➤ 未来展望

通过对均瑶集团及其发行的本期短券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA<sup>+</sup> 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期短券还本付息安全性极强，并维持本期短券 A-1 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 上海均瑶（集团）有限公司

### 2018 年度第一期短期融资券

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照上海均瑶（集团）有限公司（简称“均瑶集团”、“该公司”或“公司”）2018 年度第一期短期融资券（简称“18 均瑶 CP001”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据均瑶集团提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据，对均瑶集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至 2018 年 7 月末，该公司存续期内发行债券如图表 1 所示，待偿本金余额为 72.50 亿元，付息情况正常。2019 年，公司有 7 支债券即将到期，合计金额为 41.50 亿元，中短期内偿债压力较大。

**图表 1. 截至 2018 年 7 月末公司各类债券发行兑付概况（单位：亿元，年，%）**

项目	起息日期	发行期限	发行金额	待偿还余额	到期日期	发行年利率	特殊条款
15 均瑶 MTN001	2015-02-09	5	7.00	7.00	2020-02-09	6.95	
15 均瑶 MTN002	2015-09-14	5	8.00	8.00	2020-09-14	5.87	
16 均瑶 MTN001	2016-08-29	3	6.00	6.00	2019-08-29	4.00	
17 均瑶 MTN001	2017-05-17	5	5.00	5.00	2022-05-17	6.40	
17 均瑶 MTN003	2017-07-21	3	6.00	6.00	2020-07-21	5.50	
18 均瑶 MTN001	2018-04-26	5	5.00	5.00	2023-04-26	6.80	交叉违约
18 均瑶 CP001	2018-03-15	1	6.00	6.00	2019-03-15	5.95	交叉违约
18 均瑶 CP002	2018-07-12	1	6.00	6.00	2019-07-12	6.20	交叉违约
18 均瑶 SCP001	2018-04-26	0.74	6.50	6.50	2019-01-21	5.70	交叉违约
18 均瑶 SCP002	2018-05-21	0.74	6.00	6.00	2019-02-15	5.90	交叉违约
18 均瑶 SCP003	2018-06-15	0.74	5.00	5.00	2019-03-12	6.07	交叉违约
18 均瑶 SCP004	2018-07-16	0.74	6.00	6.00	2019-04-12	6.00	交叉违约
<b>合计</b>	--	--	<b>72.50</b>	<b>72.50</b>	--	--	

资料来源：WIND

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2018年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，同时经济增速也有所放缓，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表有序推进，特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场存在风险；欧盟经济复苏向好而景气度持续回落，能源价格上涨助推CPI改善，欧洲央行量化宽松将于年底结束，联盟内部政治风险不容忽视；日本经济温和复苏，略有回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上略弱于主要发达经济体；印度经济保持中高速增长，随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现，为稳定CPI印度央行时隔四年首度上调利率；俄罗斯、巴西的CPI均处低位，两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间，经济景气度快速下降，复苏势头不稳；南非经济低速增长，南非央行降息配合新任总统推动的国内改革，对经济的促进作用有待观察。

2018年上半年，我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用；基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续；进出口贸易增速保持较高水平，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级，新旧动能加快转换。房地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康

发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管制度不断补齐，为防范化解重大金融风险提供了制度保障。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，自贸区建设深化，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

## **(2) 行业因素**

该公司以航空运输、乘用车销售及百货销售等为主业，同时涉及饮食服务、教育、金融等领域。公司航空运输业务行业周期性明显，业务发展对经济环境具有较高的依赖性，与宏观经济关联度较高，百货零售、乘用车销售、超市零售和餐饮服务区域性较强，既受到相关行业周期性波动的影响，也与国家的相关政策及当地的居民收入水平和消费水平密切相关，金融业务与宏观经济波动及行业政策关联度较高。

## A. 航空运输行业

航空运输行业的发展与宏观经济高度相关，航空客、货运量受宏观经济周期影响显著。2017 年以来，全球经济持续回暖，我国经济在进出口增加、消费稳定增长的驱动下，整体表现出稳中向好态势，同时也带动航空出行需求与货邮业务增长，航空旅客周转量稳中有升。

航空运输业具有明显的周期性特征，其发展对宏观经济环境具有较高的依赖度。在 2017 年以来全球经济回暖的国际环境下，我国的进出口表现强劲，国内消费稳定增长、物价水平呈温和上涨、就业规模扩大，整体表现出稳中向好态势。2017 年以来，我国居民收入的稳步增长，为消费增长提供支撑，带动航空出行需求与货邮业务增长。根据国家统计局初步核算数据，2017 年我国国内生产总值为 827122 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.9%；2017 年全国居民人均可支配收入 25974 元，扣除价格因素后，同比增长 7.3%。随着我国居民可支配收入的持续增长，以及在以旅游出行为主的休闲需求增加等因素的驱动下，我国航空运输量仍稳中有升。2017 年全年，我国航空运输业共完成运输总周转量 1083.1 亿吨公里，同比增长 12.5%，其中国内航线 694.6 亿吨公里，同比增长 11.7%，国际航线 388.5 亿吨公里，同比增长 14.1%；完成旅客运输量 5.52 亿人次，同比增长 13.0%，其中国内航线 4.96 亿人次，同比增长 13.7%，国际航线 0.55 亿人次，同比增长 7.4%；完成货邮运输量 705.8 万吨，同比增长 5.7%，其中国内航线 483.7 万吨，同比增长 1.9%，国际航线 222.1 万吨，同比增长 15.0%；飞机客座率为 83.2%，较上年同期提高 0.5 个百分点。

图表 2. 近年来我国民航业发展概况

指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
期末定期航班航线数（条）	3142	3326	3794	4418
期末定期航班国内通航城市数（个）	198	204	214	224
期末行业运输飞机在册数（架）	2370	2650	2950	3296
运输总周转量（亿吨公里）	748.12	851.65	962.51	1083.10
旅客运输量（万人次）	39195	43618	48796	55156.80
货邮运输量（万吨）	594.10	629.30	668.00	705.80
飞机平均日利用率（小时/日）	9.51	9.49	9.41	9.49
正班客座率（%）	81.40	82.10	82.60	83.20
正班载运率（%）	71.90	72.20	72.70	73.50

数据来源：中国民用航空局

## B. 政策环境

由于民航资源（空域资源、时刻资源等）的稀缺性制约着该行业的快速发展，在有限资源环境下，机场基础设施设备运行效率影响生产指标，2017 年 1-8 月，民航机场放行正常率在 55-88% 之间，全国民航航班平均正点率 66.22%，同比下跌 9.27%，平均延误时间 30 分钟，为提高民航运行质量，2017 年 9 月民航局发布的《关于把控运行总量调整航班结构、提升航班正点率的若干政策措施》，明确出自 2017 年冬春航季起，主协调机场取消非协调时段，实施 24 小时全时段航班时刻协调分配管理，主协调机场和辅协调机场增量控制在 3%

以内，胡焕庸线（黑龙江黑河至云南腾冲线）东南侧机场时刻总量的增量控制在 5% 以内。文件侧重提高准点率，通过严格把控总运量，持续改进机场保障能力，从而提升航班正点率。为应对该政策变动，可预期航空公司在确保航班量的同时增加可承载旅客量。

2017 年 12 月 17 日，民航局和发改委联合印发了《民用航空国内运输市场价格行为准则》、《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格有关问题的通知》，启动新一轮民航票价改革。票价上行空间打开，预计部分航司会有不同程度的提价，有助于航司的业绩提升。

### C. 竞争格局/态势

我国航空运输业目前形成以中国国航、东方航空、南方航空和海航控股四家大型航空公司为主的竞争格局，行业集中度较高，但随着航空投资体制改革的推进和市场准入制度的放开，以春秋航空、吉祥航空等为代表的民营企业陆续进入航空运输领域，行业内竞争程度有所加剧。此外，随着我国高铁网络的不断完善，航空公司运营的部分短途航线面临较大的分流压力。

作为公共交通运输体系重要的组成部分，我国航空运输业在企业设立、飞机购买、航线开设及关闭等方面受到国家发改委和民航局等政府部门的管制程度较高。目前我国航空运输业形成了以中国国航、东方航空、南方航空和海航控股四家大型航空公司为主的竞争格局，行业集中度较高，行业内竞争程度虽受市场准入放开不断加深，但由于航空业属资本密集型行业，且经营对航线和时刻等资源依赖度高，四家大型航空公司凭借较雄厚的资本实力以及在航线和时刻等稀缺资源的先入优势，行业内竞争地位相对稳固。但随着航空投资体制改革的推进和市场准入制度的放开，以春秋航空、吉祥航空、华夏航空等为代表的民营企业陆续进入航空运输领域，加之乌鲁木齐航空、北部湾航空、福州航空、九元航空、江西航空、桂林航空、龙江航空等区域性航空公司的正式开航以及国外航空公司积极加大对我国国内航空运输市场的渗透，我国中小型航空公司行业竞争压力不断加大。

图表 3. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年/末，亿元，亿人公里，%）

核心样本企业名称	核心经营指标					核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	可利用座公里	旅客周转量	客座率	总资产	资产负债率	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
南方航空	1274.89	12.39	2806.46	2306.97	82.20	2183.29	71.53	0.93	68.33	214.04
中国国航	1213.63	17.36	2478.71	2010.90	81.10	2357.18	59.73	1.44	86.37	263.89
东方航空	1017.21	11.24	2259.67	1831.51	81.05	2274.64	75.15	0.76	68.20	195.72
海航控股	599.04	13.54	1408.43	1212.23	86.07	1973.48	62.52	0.88	38.82	129.60
吉祥航空	124.12	20.57	315.29	274.11	86.94	202.37	56.60	0.99	13.52	27.61
春秋航空	109.71	12.14	334.00	302.48	90.56	206.02	58.92	0.93	12.62	23.02
天津航空	113.72	10.63	256.68	--	86.47	422.99	61.64	0.72	5.93	15.63

资料来源：新世纪评级整理

近年来，我国高铁网络不断完善，受益于票价较低、准点率较高等因素，高铁对 800 公里以内的短途航空运输替代效应明显，航空公司部分短途航线面临较大的分流压力。但目前我国高铁投资已进入稳步发展阶段，并形成相对

成熟的路网结构，加之航空公司也通过对自身航线网络布局进行结构性调整以应对高铁分流，中长期来看，高铁对航空公司的竞争分流压力将逐渐减弱。

#### D. 风险关注

**2017 年以来，航油价格持续上涨，各航空公司经营成本明显上升。但人民币出现一定程度升值，各航空公司获得不同程度的汇兑收益。**

燃油成本是航空公司的主要成本之一。我国成品油价格形成机制改革以来，成品油价格与国际原油价格的联系愈加紧密。近年来，受世界经济、美元汇率、地缘政治等多种因素的影响，国际原油价格经历了较大幅度的波动，导致航空煤油价格也随之波动，对航空公司运营成本控制形成较大影响。根据国家发改委和中国民用航空总局（简称“民航局”）于 2009 年 11 月 11 日联合发布的《关于建立民航国内航线旅客运输燃油附加与航空煤油价格联动机制有关问题的通知》（发改价格[2009]2879 号），我国燃油附加自 2009 年 11 月 14 日起与国内航空煤油综合采购成本实行联动，并由航空公司在规定范围内自主确定具体收取标准，一定程度上缓解了国内航空公司在油价上涨时的成本压力。而 2014 年以来，国内航空煤油综合采购成本受国际原油价格下跌而持续下降，相应地，国内航线燃油附加最高收取标准也经历多次下调，并于 2015 年 2 月 5 日起停止征收燃油附加费。2015 年，我国燃油价格仍维持低位运行，并于三季度再次进入下跌通道，受益于此，航空公司 2015 年毛利率同比均出现较大幅度提升，经营业绩得到改善。但 2017 年以来，燃油价格持续上涨，根据 Wind 资讯显示，2017 年 12 月 1 日，航空煤油出厂价已上涨至 4654 元/吨，各航空公司经营成本明显上升，毛利率普遍下降。2018 年以来航空煤油出厂价继续上升，截至 2018 年 5 月 1 日，已经升至 5023 元/吨。

**图表 4. 航空煤油出厂价（含税）情况**

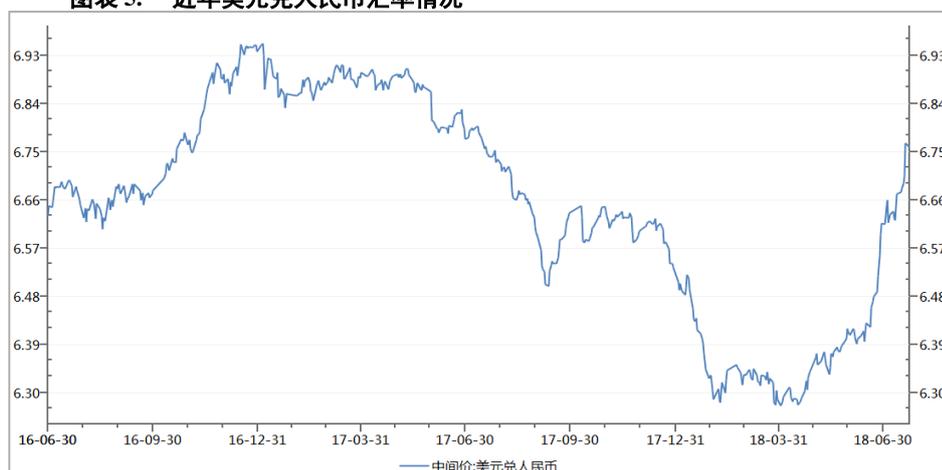


资料来源：新世纪评级整理

由于运营的飞机大多从境外购买和租赁，加之国际航线于国外机场采购航油等需求，我国航空公司存在较大规模的外币负债，汇率波动将使航空公司产生较大额汇兑损益，进而影响航空公司经营业绩。2015 年 8 月以来，受完善人民币兑美元汇率中间价报价规则、国内产业资本海外并购加速以及美联储加息等影响，人民币持续较大幅贬值，航空公司面临较大的汇兑损失。鉴于此，航

航空公司开始通过提前偿还美元债务、调整不同币种的外币债务结构等方式缓解汇率波动风险，但从中长期看，国际宏观经济环境仍较复杂，支持人民币汇率涨跌因素的影响力将交互发力，航空公司汇率风险控制压力将不断加大。2017年以来，人民币出现一定程度升值，各航空公司获得不同程度的汇兑收益。但2018年3月以来，由于宏观环境等因素的影响，人民币兑美元汇率波动上升，截至2018年7月23日已达6.76，需关注航空公司可能面临的汇兑损失。

**图表 5. 近年美元兑人民币汇率情况**



资料来源：新世纪评级整理

### E. 百货零售行业

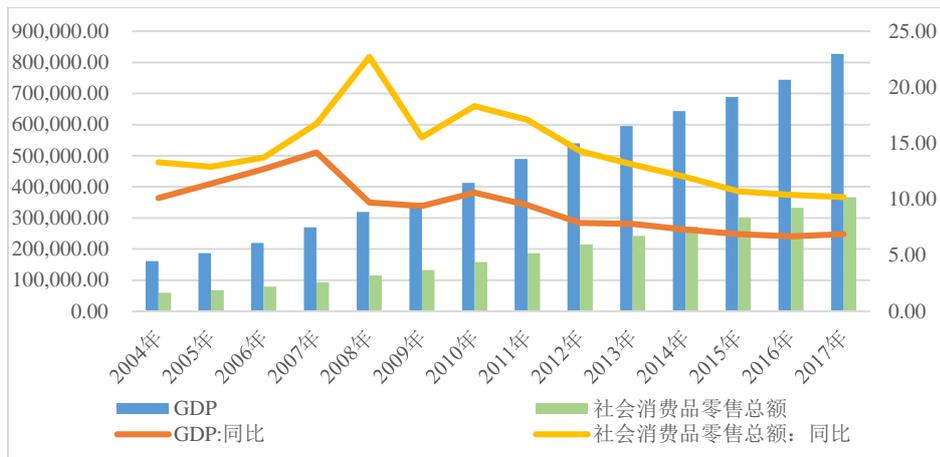
近年来我国零售行业总体保持着持续增长态势，但受宏观经济景气度下行等因素影响，行业增速亦持续下滑。进入2017年以来，随着经济的企稳向好，国内零售行业实现了平稳增长，消费仍是拉动经济增长的主要动力。

随着我国经济的持续发展及经济结构的调整，城市化进程的推进，居民收入水平的提高及消费结构的升级，长期来看，国内零售行业仍有着持续增长的空间。此外，现阶段零售行业内部在维持着激烈竞争的同时，线上线下零售相互融合态势显现，未来龙头零售企业地位或将进一步得到提升。

我国零售行业市场化程度高，在国民经济中占有重要地位。得益于国内经济的不断发展、庞大的人口基数、国民收入的持续增长以及城市化推进带来的消费需求的提升等，我国零售行业多年来总体保持着持续增长的发展态势。但近年来，受宏观经济下行、政府对“三公”消费进行限制、海外购物消费分流等多重因素影响，国内消费需求拉动不足，零售业增速已连续多年出现下滑。2017年以来，伴随着宏观经济的企稳及保持稳中向好态势，零售行业增速下跌势头得到一定遏制。经初步核算，2017年国内完成生产总值（GDP）82.71万亿元，按可比价格计算，同比增长6.9%，增速比上年提高0.2个百分点。同期，我国社会消费品零售总额36.63万亿元，同比增长10.2%，增速较上年略降0.2个百分点。2017年，最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为58.8%；最终消费拉动GDP增长4.1%，消费仍是拉动国内经济增长的主要动力。从中长期来看，我国人口基数的持续扩大、居民收入的增长及消费水平的提升，为零售

行业的稳步发展提供了基本支撑。

**图表 6. GDP、社会消费品零售总额变化情况（单位：亿元、%）**



资料来源：Wind、国家统计局

零售业属于规模经济和范围经济显著的行业，高市场集中度会产生较高的规模经济和盈利水平。随着中国 2001 年加入 WTO，尤其是随着 2004 年零售业取消外资在股权、数量和区域等方面的限制，实现全面开放以来，国内零售行业发展迅速，并形成了一批具有一定市场地位及知名度的零售商。但由于我国疆域广阔，跨区域拓展难度大等因素影响，多年来我国零售行业集中度始终处于较低水平。根据中国连锁经营协会数据，目前国内连锁百强企业销售规模占社会消费品零售总额的比重不足 10%；而网上零售占比也仅在 15% 左右。在较为开放的市场环境下，为实现规模效应，零售商大多通过并购重组、扩大门店布局等方式进行拓展，零售行业竞争始终较为激烈。另一方面，随着近年来电商的蓬勃发展，线上零售对线下实体门店产生了很大的分流影响，实体零售的竞争力遭到削弱，零售行业多年形成的既有竞争格局被打破，新的零售格局逐步重塑。

近年来，实体零售业面临的电商冲击较大，零售商销售增速出现放缓甚至负增长，经营业绩压力加大，关店风险上升。为应对行业市场的变化发展，传统零售企业纷纷加快了变革步伐，积极推进业务调整及革新。与此同时，考虑到实体门店体验消费的价值等因素，电商企业也加大了对线下的布局，并在股权、业务等方面与传统零售商进行合作发展。诸如，阿里已与多家实体零售企业开展战略合作，并入股了银泰商业（01833.HK）、苏宁云商（002024.SZ）、三江购物（601116.SH）、联华超市（0980.HK）、新华都（002264.SZ）、高鑫零售（6808.HK）等上市公司；腾讯联合京东也已与沃尔玛、永辉超市（601933.SH）、家乐福、步步高（002251.SZ）等零售企业达成战略合作或已开展了股权及业务层面的合作。

总体来看，在行业变革加剧，O2O 融合及新零售的风潮下，零售企业纷纷加强业务调整及创新力度。同时，在大数据、机器视觉、深度学习等科技快速发展的支撑下，如无人零售店等新型业态形式、新型购物场景体验模式陆续涌现，行业创新能力及技术含量得到提升。同时，线上与线下零售商在竞争对抗

的同时也在逐步走向相互渗透融合，龙头企业间合作不断。强强联合下，零售行业面临着进一步洗牌，未来龙头企业规模、地位预期将会得到进一步巩固。

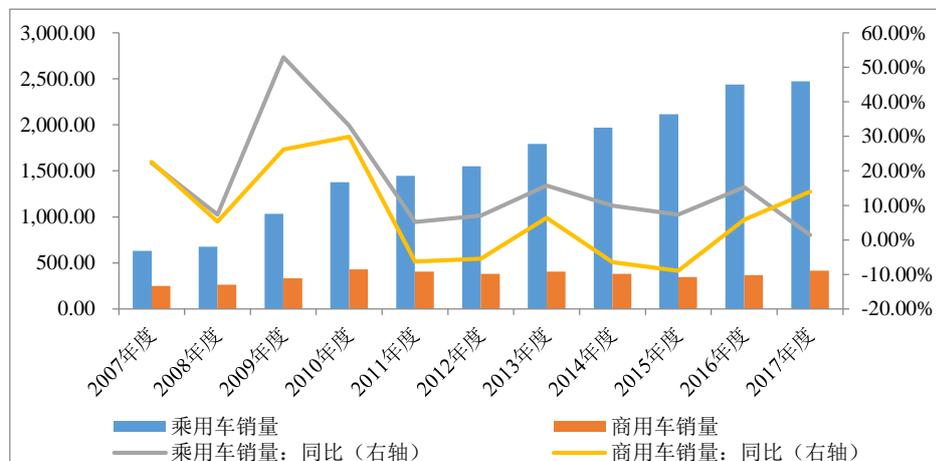
## F. 乘用车行业

汽车制造行业为我国国民经济发展的支柱产业之一。近年来，受到宏观经济增长放缓与汽车保有量大幅提升影响，行业产销增速明显回落，且乘用车与商用车分化较大。2017年以来，汽车制造行业内企业收入水平整体保持增长，但受原材料钢材价格上涨等影响，盈利能力总体有所下降。预计短期内汽车制造行业仍将保持增速放缓趋势，部分经营亏损、政策依赖度大或主力产品转型的汽车企业经营风险和财务风险将会加大。

汽车制造行业为我国国民经济发展的支柱产业之一，具有产业链长、关联度高、就业面广、消费拉动大等特性。改革开放以来，随着我国居民收入不断提高以及城镇化进程加速，汽车产业自2000年以来步入快速发展期，汽车产销量连创新高。2017年，受购置税优惠退坡等影响，我国汽车产销量分别为2901.54万辆和2887.89万辆，同比分别增长3.19%和3.04%，增速较上年同期分别减少11.27个百分点和10.61个百分点。其中，乘用车产销量分别为2480.67万辆和2471.83万辆，同比分别增长1.58%和1.40%，受车辆购置税由5.00%上调至7.50%等影响，产销量增速较上年同期分别减少13.92个百分点和13.53个百分点。商用车产销量分别为420.87万辆和416.06万辆，同比分别增长13.81%和13.95%，得益于煤炭、钢铁等大宗商品回暖，超限超载治理以及物流市场需求增加，增速较上年同期分别增长5.80个百分点和8.15个百分点。

汽车制造行业是典型的资本、技术和规模经营行业，具有较高的进入和退出壁垒。我国汽车制造行业目前形成以上汽集团、东风集团、一汽集团、中国长安和北汽集团五大大型集团为主的竞争格局，2017年前五大汽车企业销量合计1976.76万辆，市场占有率为68.45%，行业集中度较高，且大型汽车制造企业较上游供应商处于强势地位。

图表 7. 行业汽车销量情况（单位：万辆，%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

近年来钢材价格低位运行使得汽车生产成本保持在较低水平，而油价低迷有利于提升汽车消费，汽车生产企业整体经营业绩保持增长。2017年以来，受宏观经济回暖、钢厂去产能等影响，钢材价格出现回升，其在一定程度上压缩了汽车制造企业的盈利空间，而油价震荡运行对汽车消费结构产生一定影响。

短期来看，在宏观经济持续增长及新能源推广政策刺激等影响下，汽车制造行业整体收入水平仍将上升，但受原材料钢材价格上涨及市场竞争加剧影响，行业盈利能力将有所下降。汽车制造行业企业财务杠杆水平一般较高，行业内盈利能力较弱、对新能源补贴依赖度高或主力产品大幅转型的企业财务风险将会加大。中长期看，随着汽车保有量的大幅提升、宏观经济增速放缓以及进口汽车关税的降低，我国汽车制造行业增速将保持低速增长态势，行业内规模较大、产品研发水平高的企业将具有较强竞争优势。

### G. 银行、信托行业

近年来，受宏观经济影响，商业银行盈利增速有所放缓，不良资产有所上升。中短期内，预计商业银行整体表内外资产增速将持续放缓，资产质量及盈利能力仍将承压，银行个体的差异化特征逐步显现。而随着监管细则的逐步落地，信托公司加快转型，逐步降低对通道业务的依赖，大力发展主动管理类、投资类业务，在更多实体经济领域实践产融结合，更好地服务实体经济。

银行业运行质量对于我国金融体系稳定性具有重要性影响。近年来，我国商业银行各项业务快速增长，每年新增融资规模在社会融资体系中保持主导地位。2017年全年我国社会融资规模增量为19.44万亿元，其中，对实体经济发放的本外币贷款及未贴现的银行承兑汇票占社会融资规模的比重为73.97%。受宏观经济增速放缓及经济结构调整影响，近几年，我国商业银行资产质量面临较大下行压力。截至2017年末，根据银监会数据统计，我国商业银行不良贷款率及关注类贷款比例分别为1.74%和3.49%。

2013年起，随着我国金融体系改革特别是银行业改革的稳步推进，国家相继出台一系列相关政策，推动民营银行等中小型金融机构发展。2015年以来，微众银行、华瑞银行、民商银行、金城银行和网商银行等首批5家试点民营银行相继开始运营；第二批12家民营银行也已获批成立。截至目前，民营银行共17家。相较于股份行、地方城商行、农商行等民资入股银行而言，首批试点民营银行在主要制度性安排及业务模式上有较大差异。首先，在股权结构方面，监管层面放宽了民营银行发起股东的持股比率，允许突破现有关于单一股东不得超过10%、关联企业不得超过20%的上限。其次在风险承担机制方面，监管层要求新设民营银行制定剩余风险的承担制度，以股东承诺的方式，防止银行经营失败可能造成的风险外溢，这对股东资质及抗风险能力提出了更高的要求。再次，试点民营银行业务模式被明确限制，即被分为小存小贷、大存小贷、公存公贷和特定区域贷款四类业务模式，改变了传统银行大而全或小而全的业务模式。整体来看，首次推出试点的5家民营银行实现了全民营资本+全民营管理的模式，突出市场机制，实行风险和收益自担的商业原则。因此，

监管部门在民营银行政策监管上更为谨慎。

总体而言，目前我国民营银行总体发展形势向好。一方面利率市场化和存款保险制度的建立为民营银行发展创造了优良的外部环境；另一方面，民营银行在机制灵活性、市场灵敏度和业务创新能力方面的优势可助其在部分细分领域的市场竞争中占据先机。

我国信托业正处于转型发展阶段，信托资产规模增速逐年增长，但增速已有所放缓。资管行业的监管环境趋严和宏观经济的新旧动能转换使得信托公司在项目筛选、资金获取等方面承受了较大压力，而监管细则的逐步落地也倒逼信托公司加快转型，逐步降低对通道业务的依赖，大力发展主动管理类、投资类业务，在更多实体经济领域实践产融结合，更好地服务实体经济。

2017 年国内 GDP 同比增速达到 6.9%，宏观经济总体稳中向好。信托行业与宏观经济保持协调发展，全年信托资产规模增速实现较快增长。截至 2017 年末，全国 68 家信托公司管理的信托资产规模达到 26.25 万亿元，同比增长 29.81%，较 2016 年年末的 24.01% 上升了 5.8 个百分点。其中，单一类信托占比持续下降，期末占比降至 45.73%；集合资金信托余额为 9.91 万亿元，占比为 37.74%，较上年末增长 1.46 个百分点；管理财产类信托占比由 13.65% 增至 16.53%，信托资金来源持续向多样化和均衡化发展。

从行业监管来看，随着信托资产规模的不断增加，行业监管也在不断加强和完善。2017 年 11 月 17 日中国人民银行发布《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》(以下简称“资管新规”)，为规范金融机构资产管理业务，统一同类资产管理产品的监管标准，有效防范和控制金融风险，引导社会资金流向实体经济，更好地支持经济结构调整和转型升级作出指导。统一监管将重构资产管理行业的市场格局，监管套利空间收窄，包括信托公司在内的各类资产管理机构需充分挖掘自身的本源优势。2017 年 12 月 22 日为促进银信类业务健康发展，防范金融风险，近日，中国银监会发布《关于规范银信类业务的通知》(以下简称《通知》)，对银信类业务进行规范，引导商业银行主动减少银信通道业务、信托公司回归信托本源。

整体来看，在宏观经济发展模式转变和强监管形势下，信托业粗放经营、专业管理能力不强等问题亟需改变。未来信托业将更加注重风险防范与合规经营，全面提升资产管理、财富管理。随着大资管行业的清理整顿和规范统一、以及市场化竞争加剧，信托业管理规模增速将持续放缓，信托公司在未来继续面临业务转型的压力。

## 2. 业务运营

跟踪期内，受益于国民经济的发展以及民众休闲旅游需求的增长，该公司民航运输业务规模快速扩张、收入水平大幅增长，但受航油价格上升，机队规模扩张带来人工成本及起降服务费增加等影响，业务毛利率有所下滑，同时，

公司百货及汽车销售业务收入仍保持在较高水平，主业盈利能力较强。近期，公司持续增持爱建集团股权，目前已成为爱建集团第一大股东。

该公司目前主业包括民航运输、百货销售和汽车销售三大核心业务，同时涉及超市、餐饮服务、房地产、文化产品开发和教育等。2017年及2018年第一季度公司分别实现营业收入234.09亿元和67.72亿元，较上年同期分别增长13.02%和15.78%，主要系航空运输业务的增长。其中三大核心业务收入合计占营业收入比重90%左右，是公司最主要的收入和利润来源。

**图表 8. 公司主业基本情况**

主营业务	行业归属	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
民航业务	民航运输	全球	规模/资本/成本/技术/资源/品牌
百货销售	零售业	无锡	成本/品牌
汽车销售	汽车行业	无锡	资本/成本/品牌

资料来源：均瑶集团

### (1) 主业运营状况/竞争地位

**图表 9. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）**

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计		179.13	207.12	234.09	67.72	58.49
其中：核心业务营业收入	金额	175.82	203.06	229.07	66.60	56.83
	占比	98.15	98.04	97.86	98.33	97.14
其中：（1）民航业务	金额	81.01	98.16	122.32	35.81	30.40
	占比	45.22	47.39	52.25	52.87	51.97
（2）汽车销售	金额	56.93	64.91	65.30	16.54	14.59
	占比	31.78	31.34	27.90	24.42	24.94
（3）百货销售	金额	22.13	20.71	20.72	6.38	6.36
	占比	12.35	10.00	8.85	9.42	10.88
（3）其他业务	金额	15.75	19.28	20.73	7.87	5.47
	占比	8.79	9.31	8.86	11.62	9.36

资料来源：均瑶集团

#### A. 民航运输

该公司民航运输业务的经营主体是上海吉祥航空股份有限公司（简称“吉祥航空”）及其下属子公司九元航空有限公司（简称“九元航空”）。吉祥航空于2015年5月在上海证券交易所主板上市，截至2018年3月末，吉祥航空股本为17.97亿元，均瑶集团直接持有吉祥航空63.12%的股份<sup>1</sup>（吉祥航空持有九元航空79.00%的股份）。吉祥航空以上海虹桥、浦东两场为主基地机场，以南京为辅助基地，九元航空以广州白云机场为主基地机场，主运营基地模式充分发挥规模化机队营运效率并具有显著的成本控制优势，公司竞争力较强。

<sup>1</sup> 截至2018年3月末，该公司持有的吉祥航空股权质押0.12亿股，占公司持有吉祥航空股份的1.06%。

受益于航空运力的持续扩张以及航线数量的逐步增加，2015-2017 年及 2018 年第一季度，该公司民航运输业务分别实现营业收入 81.01 亿元、98.16 亿元、122.32 亿元和 35.81 亿元，呈现快速增长趋势。同期，该业务板块收入分别占营业收入的 45.22%、47.39%、52.25% 和 52.87%。从收入构成来看，客运收入占比维持在 97% 以上，剩余为行李、邮件及机上销售等业务收入。从各航线收入来看，2017 年国内航线收入占吉祥航空营业收入的 80% 以上。

定价方面，吉祥航空采取低成本的运营方式，通过统一机队机型，降低运营成本，由此降低票价，以提高客座率，整体提升运营效率。对于目前已经取得运营权的航线，利用不同时间段，区分不同层次的客户，对于非热点时段的航班给予机票优惠措施，吉祥航空利用差异化的价格，针对不同日期、不同时间、不同机场的航班确定票价。同时，吉祥航空制定了“销售进度预警制度”和“每日问题航线警示制度”，保证该公司航班的客座率和合理的折扣率水平以及公司正常的利润收益。

机票销售方面，吉祥航空目前采用的票务销售模式有直销和分销两种，分销中以 BSP 为主要渠道（结算周期大概一周）；直销中以 B2B、B2C、电话支付为主要渠道。2017 年该公司机票销售方式中，分销和直销分别占比为 33.18% 和 66.82%。

**图表 10. 吉祥航空客运销售模式占比统计**

模式	渠道	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
分销	BSP	38.60%	26.22%	33.18%	26.55%
	B2B	36.97%	26.50%	22.55%	18.63%
直销	B2C	15.33%	31.92%	26.99%	30.09%
	电话支付	6.04%	9.19%	9.02%	11.97%
	其他	3.06%	6.17%	8.26%	12.76%
合计	--	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：均瑶集团

航线资源方面，吉祥航空以上海虹桥、浦东机场为基地，以国内干线机场网络为依托，形成了覆盖国内（含香港）主要机场的辐射式航线网络。吉祥航空将航班时刻和航线与三大航空公司错开，且同航线的价格略低于三大航空公司，以提升竞争优势，除稳定经营的国内航线外，吉祥航空利用其运营基地位于上海的优势积极开拓海外航线；九元航空于 2014 年获批成立，并于 2015 年初正式投入运营，以广州白云机场为基地，定位为低成本航空。截至 2017 年末，吉祥航空（包含九元航空）已开通国内、国际（含香港）航线 184 条，每周运营 1914 个航班。

**图表 11. 吉祥航空主要指标（包括九元航空）**

	2015 年 (末)	2016 年 (末)	2017 年 (末)	2018 年第一季度 (末)
运营航线 (条)	105	125	184	150
通航城市 (个)	81	87	113	120
每周运营航班 (个)	1522	1621	1914	2269
客机 (架)	55	65	81	82

	2015年 (末)	2016年 (末)	2017年(末)	2018年第一季度 (末)
A320 系列(架)	50	56	67	68
自购(架)	16	24	31	31
融资租赁(架)	3	2	2	2
经营租赁(架)	31	30	34	35
B737 系列(架)	5	9	14	14
自购(架)	-	1	5	5
融资租赁(架)	-	1	2	2
经营租赁(架)	5	7	7	7
平均机龄(年)	3.68	3.84	4.00	3.99

资料来源：均瑶集团

机队规模方面，为了提高运营管理效率，吉祥航空和九元航空分别由 A320 系列和 B737 系列组成。近年来该公司机队规模迅速扩充，2017 年公司引进飞机 16 架（吉祥航空 11 架，九元航空 5 架），截至 2018 年 3 月末，吉祥航空拥有客机 68 架，包括 A320 客机 41 架，A321 客机 27 架，其中 2 架为融资租赁取得，35 架为经营性租赁取得，其余为自购；九元航空拥有 B737-800 客机 14 架，其中 7 架为经营性租赁取得，2 架为融资租赁取得。吉祥航空计划将在 2018 年引进飞机 10 架（吉祥航空 6 架，九元航空 4 架），资金来源主要为自有资金和银行贷款。

技术方面，2017 年吉祥航空通过外部招聘及内部晋升，新增机长 77 人，新增副机长 195 人，其他飞行员 34 人，截至 2017 年末，现有机长 338 人、副机长 470 人。为配合机队规模的建设，吉祥航空非常注重人员的培训和引进，并为飞行学员的助学贷款提供连带责任保证担保。

运营效率方面，吉祥航空近年来的运营效率总体较好，在总周转量、旅客周转量及客座率等指标方面均保持了较好的成长性。

**图表 12. 吉祥航空运营效率情况（含九元航空）**

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
总周转量（单位：亿吨公里）	24.36	29.46	34.77	9.47
旅客运输量（单位：万人）	1058.68	1333.90	1670.13	450.69
货邮运输量（单位：吨）	56872.92	75139.83	85916.53	19904.74
飞机日利用率（单位：小时/日）	11.98	10.88	10.52	10.83
客座率（单位：%）	85.17	85.69	86.94	85.53

资料来源：均瑶集团

采购方面，吉祥航空采购主要为航油采购，航油是吉祥航空日常经营最为重要的基础物资之一，2017 年航油采购金额在公司主营业务成本占比为 24.55%。燃油定价方式主要分为国内定价与国外定价。国内航油综合采购成本由国家发改委负责管理，每月 1 日调整一次。国外航空燃油定价方式主要为市场化定价，以新加坡普氏航油均价为基准，加其他费用构成。公司航油采购以预付款模式为主，一般一个月结算一次，以现金为主。

总体看，随着机队规模的扩充，中短期内吉祥航空收入及盈利水平仍有望

保持增长。但未来吉祥航空飞机购置规模仍较大，资金需求较为明显，且飞机采购多采用美元结算，人民币汇率的波动将对公司成本控制产生一定影响。

## **B. 百货销售**

该公司百货销售业务经营业态主要包括百货零售、电器销售及超市经营，运营主体为二级子公司大东方股份下属的无锡商业大厦集团东方电器有限公司（简称“东方电器”）、无锡商业大厦东方百业超市有限公司（简称“大东方百业”）、无锡商业大厦大东方海门百货有限公司（简称“大东方海门百货”）等。截至 2018 年 3 月末，大东方股份股本为 5.67 亿元，无锡大厦集团持有大东方股份 43.06% 的股份。

百货销售业受宏观经济增速下行、新兴业态冲击、周边同质化商场竞争和电商销售等因素影响，整体发展速度放缓。2017 年该公司百货销售业务板块实现营业收入 20.72 亿元，毛利率为 17.45%，收入及毛利率均与上年基本持平。2018 年第一季度，公司百货销售业务板块实现营业收入 6.38 亿元，毛利率为 17.60%。

### **a. 百货零售**

大东方股份百货零售业务经营门店主要为百货中心店和海门店，其中百货中心店位于无锡市核心区域的中山路商圈，营业面积 7.66 万平方米，为自有物业。无锡市东西与南北二条主干地铁 1 号线和 2 号线已分别于 2014 年 7 月和 12 月开通运营，均在百货中心店的地下交汇，交通便利性的增加在一定程度上保证了百货中心店的客流量。公司的百货零售业务主要采用联营方式，销售的商品包括名表首饰、化妆品、服装、家居等，涵盖大部分国际知名品牌商品。此外，百货中心店引入大世界影城、客堂间食府等影视、餐饮配套服务门店，进而带动百货零售业务的整体发展。2017 年，百货中心店实现营业收入 17.66 亿元，2017 年百货中心店通过深入推动品类结构优化，VIP 服务转型等措施，提供会员的活跃度，营业收入同比增长 4.46%。

百货海门店于 2011 年成立，位于海门市中心，营业面积 3.66 万平方米，为租赁物业，该公司与南通中大房地产有限公司于 2010 年 10 月签署的关于百货海门店租赁经营用地《合作协议》，租期为 2011 年 2 月 4 日至 2021 年 2 月 3 日，2017 年租金为 750 万元。2015-2017 年，海门店实现营业收入分别为 2.94 亿元、2.50 亿元和 2.04 亿元，百货海门店一直未能实现盈亏平衡，受品牌资源和商品资源的争夺压力影响，海门店收入持续下滑。考虑到海门县级市的市场容量和竞争态势，海门店的未来发展存在一定不确定性。

### **b. 电器销售**

截至 2018 年 3 月末，东方电器在无锡共设有 4 家门店，分别是大厦店、解西店、胜利门店、江阴店，其中直营品牌比例超过 85%。受我国宏观经济增速放缓、房地产市场波动，加之京东、苏宁等线上家电销售模式的扩张，东方电器家电销售业绩持续下滑，2015-2017 年，东方电器实现营业收入分别为 2.17 亿元、1.91 亿元和 1.64 亿元，毛利率分别为 17.51%、18.78% 和 23.79%，随着

东方电器对电器经营调整，该业务毛利率有所提升。

### C. 汽车销售

该公司汽车销售业务的经营主体为二级子公司大东方股份下属的无锡商业大厦集团东方汽车有限公司（简称“无锡东方汽车”）及无锡市新纪元汽车贸易集团有限公司（简称“新纪元汽车”）等。2015年以来，大东方股份制定汽车销售板块发展的三条业务主线，分别是4S店业务、二手车业务和汽车售后维修市场业务。

截至2018年3月末，大东方股份共拥有47家4S门店，其中无锡市35家、南通市5家，剩余门店分布于苏州、宿迁及镇江等地。大东方股份建设的无锡市东方汽车新城已有17家4S店入驻。从品牌结构来看，大东方股份不断调整品牌结构，形成了以雷诺、奔驰、保时捷、宝马、一汽丰田、广汽丰田、马自达等中高端品牌为主的经营格局，涵盖了国内外26个汽车品牌。根据大东方股份经营布局战略，高端品牌将是其后续发展的重点方向，最终形成高端品牌占比达到40%左右的经营格局。

二手车业务将从原先的只提供交易场地、收取固定费用、不能对交易施加影响的市场管理方转变成能提供多种高附加值服务并能引导交易的交易管理方。截至2018年3月末，大东方股份已经完成库存融资产品的设计及东方认证二手车体系的框架设计，同步进行了帮买系统的需求设计。

汽车后市场业务的核心是筹划“汽车后市场综合服务O2O平台”项目，开展汽车综合分级、分类维修网络的建设。该项目将通过大东方股份非公开发行股票募集资金的方式进行投资<sup>2</sup>，计划使用募集资金3.50亿元，截至2018年3月末，已使用募集资金0.26亿元，新增门店汉江路综合维修中心、贡湖综合维修中心以及梅园店，均已开始营业。此外，汽车后市场O2O业务跨出无锡地区，在南通地区布点，南通瑞兴综合维修中心4月3日开业，南通海门店正在装修。

受行业性产能过剩导致的库存偏高影响，加之车辆出厂配置不断提高，使得汽车销售行业收入及毛利空间受到挤压。2015-2017年及2018年第一季度，该公司汽车销售业务分别实现营业收入65.30亿元和16.54亿元，跟踪期内，该板块收入基本保持稳定，占营业收入比重分别为27.90%和24.42%；毛利率分别为6.31%和9.95%，但受益于公司在4S店管理、二手车业务和汽车售后等业务的延伸和拓展，汽车销售板块毛利率有所提升。

### D. 其他业务

该公司的其他业务主要包括饮食服务、售房及租赁、教育、文化产品开发等。2017年公司其他业务收入合计20.73亿元，较上年增加1.45亿元，占营业

<sup>2</sup> 2016年8月12日，大东方股份非公开发行人民币普通股股票0.45亿股，每股发行价格9.02元，募集资金总额4.10亿元，根据募集资金投向安排，大东方股份以增资形式拨付至子公司无锡商业大厦集团东方汽车有限公司3.50亿元，用于实施“汽车后市场综合服务O2O平台建设项目”及“补充流动资金项目”；以增资形式拨付控股子公司无锡市三凤桥肉庄有限责任公司0.51亿元，用于实施“三凤桥食品O2O综合服务平台建设项目”。截至2018年3月末，大东方股份实际使用募集资金2.77亿元，主要用于汽车后市场综合服务O2O平台建设项目0.26亿元；三凤桥食品O2O综合服务平台建设项目158.86万元；补充流动资金项目2.50亿元。

收入比重为 8.86%，其中饮食服务业务收入占营业收入比重为 5.81%，对其他业务的收入和利润贡献较大，剩余业务的收入占比较小，对利润的贡献有限。

**图表 13. 公司其他业务收入及占营业收入比重情况（亿元，%）**

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
其他业务收入合计		15.75	19.28	20.73	7.87	5.47
其中：（1）饮食服务	金额	11.76	13.09	13.61	4.56	3.63
	占比	6.57	6.32	5.81	6.73	6.20
（2）学费	金额	2.07	2.33	2.86	1.58	1.25
	占比	1.15	1.13	1.22	2.33	2.13
（3）售房及租赁	金额	0.62	1.17	0.92	0.25	0.26
	占比	0.35	0.56	0.39	0.36	0.45
（4）其他主营业务	金额	1.30	2.69	3.34	1.48	0.33
	占比	0.73	1.30	1.43	2.19	0.57

资料来源：均瑶集团

#### **a. 饮食服务**

该公司饮食服务业务主要包括乳品及三凤桥品牌熟食的销售，经营主体为一级子公司均瑶集团乳业股份有限公司及二级子公司大东方股份下属的无锡市三凤桥肉庄有限责任公司、无锡市三凤桥食品专卖有限责任公司等。2017 年，该业务板块实现营业收入 13.61 亿元，较上年增加 0.52 亿元，得益于新设门店及拓展团购、电商等代理渠道，该业务板块收入逐年增加。同期，公司饮食服务业务毛利率为 47.46%，较上年增加 0.51 个百分点。2018 年第一季度，公司饮食服务业务板块实现收入 4.56 亿元，毛利率为 48.40%，经营状况尚属正常。

#### **b. 教育**

该公司教育板块的运营主体主要为一级子公司上海市世界外国语小学、上海市世界外国语中学、杭州上海市世界外国语小学。2017 年，公司教育板块实现学费收入 2.86 亿元，同比增加 0.43 亿元；毛利率为 12.41%，较上年增加 5.60 个百分点。由于公司的教育产业能够得到一定的政府政策支持，加之品牌知名度的逐渐提升，因此业务规模近年来处于稳步上升状态，2017 年公司拓展幼儿园业务，学校业务毛利率有所提升。2018 年第一季度，公司实现学费收入 1.58 亿元，毛利率 58.62%。

#### **c. 售房及租赁业务**

该公司房地产开发的经营主体是武汉均瑶地产开发有限公司（简称“武汉均瑶”）。公司物业租赁收入主要包括上海均瑶国际广场、无锡商业大厦的东方广场、大东方股份的吟春大厦的租赁收入，出租率接近 100%。2017 年及 2018 年第一季度，公司售房及租赁业务实现收入分别为 0.92 亿元和 0.25 亿元。

武汉均瑶地产目前主要在建项目为汉江苑三期，项目位于汉阳区琴断口地区，属于“限地价、限户型、限房价”的“三限”商品房项目，全部用于安置

汉阳区重点建设项目龟北片的拆迁户，是汉阳区重点建设项目。该项目用地面积 7.90 万平方米，总建筑面积 32.67 万平方米，由于房屋建设主要依据当地政府规划而建，由政府整体回购，武汉均瑶地产售房收入规模不大且不稳定，公司采用的结算方式是与政府有关部门签署房屋回购协议，政府支付房款约 1/3 为定金，后期按实际安置情况支付进度款，审计后再行结算，汉江苑三期整体签约金额为 15.80 亿元，截至 2018 年 3 月末，根据目前签订合同进度，应收合同价款为 9.62 亿元，实际收到回购资金 7.73 亿元，暂挂应付账款科目（收政府资金不予征税，在交房对住户开具发票时再征税），不记入预收账款。

**图表 14. 截至 2018 年 3 月末在建房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）**

项目	总建筑面积	建设周期	计划投资总额	已完成投资	已售面积	待售面积	累计回笼资金	2018 年计划投资
汉江苑三期	32.67	2016-2017	13.00	10.36	19.32	6.49	7.73	2.10
康桥商业用地项目	12.26	2016-2019	12.60	4.20	--	--	--	3.20
<b>合计</b>	<b>44.93</b>	<b>--</b>	<b>25.60</b>	<b>14.56</b>	<b>19.32</b>	<b>6.49</b>	<b>7.73</b>	<b>5.30</b>

资料来源：均瑶集团

此外，该公司 1999 年在康桥获得近 200 亩土地，其中工业用地 122 亩，商业用地 76 亩，土地获取成本约为 5000 万元。目前该地块的价值已经远远高于当年的获取成本，公司已将 122 亩工业用地转性为商务办公类用地，项目涵盖建筑面积约 24.36 万平方米的独栋办公、标准办公、自用办公和国际学校及商业配套物业。该项目目前处在土地规划转型及建设方案与政府有关部门沟通阶段，拟在商业用地项目开发完成后分三期滚动开发建设，截至目前，尚未其他进展。另外，公司规划将 76 亩商业用地项目建成集休闲、娱乐、办公为一体的商业综合体项目，项目计划总投资 12.60 亿元，根据项目工程特征，工程施工划分为 I、II 两个区域，工程于 2016 年 3 月正式开工，截至 2018 年 3 月末，累计完成投资 4.20 亿元。

#### **d. 其他业务**

该公司其他业务中有文化产品销售业务和超市业务等，其中文化产品主要涉及邮票、贵金属纪念品等，盈利能力较弱，基本处于停运状态，但公司获得上海迪士尼乐园纪念邮票等相关纪念品开发的独家授权，2017 年及 2018 年第一季度，该业务板块实现营业收入 2.11 亿元和 1.13 亿元，保持稳定增长态势。

#### **E. 对外投资**

该公司于 2015 年 1 月 28 日出资设立了上海华瑞银行股份有限公司（简称“华瑞银行”），注册地位于中国（上海）自由贸易区，注册资本 30 亿元人民币，公司持股 30%，于 5 月 23 日起正式营业。华瑞银行作为首批由民间资本发起设立并自担风险的民营银行，立足于“服务自贸改革，服务小微大众，服务科技创新”的战略定位，以自贸金融、互联网金融和科创金融为业务核心和发展主线。该行收入主要来源于华瑞银行与金融同业业务、科创金融业务和互联网金融业务，其中华瑞银行与金融同业业务对该行利润贡献占主导地位。2017 年

末，华瑞银行资产总额为 391.40 亿元，所有者权益为 33.92 亿元，无不良贷款，2017 年末华瑞银行资本充足率为 13.08%，其中核心一级资本充足率为 11.97%，2018 年华瑞银行拟通过增资扩股的方式进一步提升该行资本实力。2017 年实现营业收入 9.82 亿元，净利润 2.53 亿元。

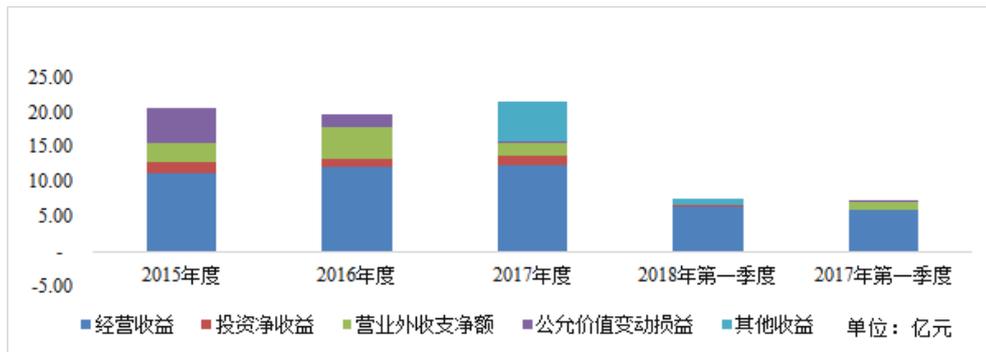
2015 年该公司受让上海国际集团所持上海爱建集团股份有限公司（简称“爱建集团”，600643.SH）1.02 亿股股份，受让对价 18.65 亿元；2017 年以来因国企混改，公司通过集中竞价和定向增发等方式增持爱建集团股权，截至 2018 年 7 月末，公司累计持有爱建集团 27.08% 股权，为爱建集团最大股东。根据爱建集团 2018 年 6 月 30 日公告，均瑶集团计划在 2018 年 7 月 3 日起 6 个月内增持爱建集团不少于 1%、最高不超过 3% 的股份，公司在增持爱建集团股权方面仍有一定规模资金的支出。爱建集团主要业务包括信托、融资租赁、资产管理与财富管理、私募股权投资等，2017 年末爱建集团总资产为 167.51 亿元，所有者权益为 71.04 亿元，2017 年实现营业收入 23.34 亿元，净利润为 8.30 亿元。自公司成为爱建集团大股东至今，公司暂无对爱建集团的进一步的整合计划。为避免同业竞争情况，公司拟将上海华瑞融资租赁有限公司（简称“华瑞租赁”）100% 股权转让给爱建集团，根据爱建集团 2018 年 5 月 11 日公告，爱建集团以 11.39 亿元受让吉祥航空所持华瑞租赁 75% 股权，由子公司爱建（香港）有限公司以 3.80 亿元受让上海吉祥航空香港有限公司所持华瑞租赁 25% 股权，该事项目前已获得爱建集团第七届董事会第 27 次会议决议通过。

此外，根据 2018 年 7 月 11 日中国东方航空股份有限公司（简称“东方航空”）《中国东方航空股份有限公司关于公司非公开发行 A 股股票和非公开发行 H 股股票涉及关联交易的公告》和公司子公司吉祥航空《上海吉祥航空股份有限公司对外投资涉及关联交易的公告》披露：东方航空计划非公开发行 A 股股票数量不超过 16.16 亿股，且募集资金总额不超过人民币 118.00 亿元。东方航空非公开发行 A 股对象为吉祥航空、上海均瑶及/或其指定子公司和中国国有企业结构调整基金股份有限公司。公司及吉祥航空等子公司合计拟认购东方航空股份上限 13.42 亿股，拟认购金额为 98.00 亿元。与此同时，东方航空拟向吉祥航空及/或其指定控股子公司非公开发行 H 股股票数量不超过 5.18 亿股，募集资金总额不超过 35.50 亿港元。

综合来看，目前该公司在金融业务方面主要投资华瑞银行和爱建集团，且目前两家企业经营状况良好。2018 年华瑞银行计划增资扩股、公司仍将继续增持爱建集团股权，同时公司拟投资东方航空，短期内，公司在金融板块资本支出压力大。

## (2) 盈利性

图表 15. 公司盈利来源结构



资料来源：根据均瑶集团所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

民航运输业务是该公司毛利润的最主要来源，自下属子公司吉祥航空 2015 年成功上市以来，以其为主要经营主体的民航运输业务快速发展，大幅带动了公司整体经营绩效的增长，2017 年及 2018 年第一季度，公司分别实现营业收入 234.09 亿元和 67.72 亿元，分别同比增长 13.02% 和 15.78%，呈现快速增长趋势。毛利率方面，2017 年及 2018 年第一季度，公司综合毛利率分别为 19.13% 和 21.30%，其中，民航运输业务毛利率分别为 19.77% 和 19.93%，受燃油价格波动上升、起降服务费及人工成本增加等因素影响，2017 年公司民航运输业务毛利率呈下滑趋势。

图表 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	179.13	207.12	234.09	67.72	58.49
毛利率 (%)	20.82	19.48	19.13	21.30	21.34
其中：民航业务 (%)	25.70	21.40	19.77	19.93	20.36
汽车销售 (%)	6.15	6.07	6.31	9.95	9.38
百货销售 (%)	17.64	17.61	17.45	17.60	17.87
其他业务 (%)	39.99	41.69	40.45	45.39	44.75
饮食服务 (%)	43.84	46.95	47.46	48.40	43.06
学费 (%)	6.24	6.81	12.41	58.62	60.67
售房及租赁 (%)	87.60	82.39	94.02	89.24	87.46
其他主营业务 (%)	36.36	28.67	21.09	14.74	-29.82
毛利 (亿元)	37.30	40.35	44.78	14.42	12.48
其中：民航业务 (亿元)	20.82	21.01	24.18	7.14	6.19
汽车销售 (亿元)	3.50	3.94	4.12	1.64	1.37
百货销售 (亿元)	3.90	3.65	3.62	1.12	1.14
其他业务 (亿元)	6.30	8.04	8.39	3.57	2.45
饮食服务 (亿元)	5.16	6.15	6.46	2.21	1.56
学费 (亿元)	0.13	0.16	0.36	0.93	0.76

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
售房及租赁（亿元）	0.54	0.96	0.87	0.22	0.23
其他主营业务（亿元）	0.47	0.77	0.70	0.22	-0.10
期间费用率（%）	14.02	12.99	12.78	11.51	10.85
其中：财务费用率（%）	3.38	2.78	3.04	2.74	1.51
<b>全年利息支出总额（亿元）</b>	<b>5.59</b>	<b>7.02</b>	<b>8.34</b>	--	--
<b>其中：资本化利息数额（亿元）</b>	<b>0.68</b>	<b>0.93</b>	<b>0.80</b>	--	--

资料来源：根据均瑶集团所提供数据整理

从费用支出情况来看，2017 年及 2018 年第一季度，该公司期间费用总额分别为 29.91 亿元和 7.80 亿元，期间费用率分别为 12.78% 和 11.51%。其中销售费用为 11.89 亿元和 3.32 亿元，随着公司业务规模扩大，公司销售费用逐年增长；管理费用分别为 10.92 亿元和 2.63 亿元，因人工成本上升等因素影响，公司管理费用逐年增加；财务费用分别为 7.11 亿元和 1.85 亿元（其中 2017 年汇兑损失金额为-0.06 亿元）。此外 2017 年公司计提资产减值损失 1.48 亿元，同比增长 418.62%，主要系公司根据历史应收账款的收款情况，对应收款项账龄组合计提坏账准备的计提政策进行变更所致。

2017 年及 2018 年第一季度，该公司公允价值变动净收益分别为 0.38 亿元和 0.00 亿元，主要为投资性房地产根据市场等因素的评估增值。公司对外投资企业经营状况较好，2017 年及 2018 年第一季度分别取得投资净收益 1.31 亿元和 0.35 亿元。此外，因会计政策变更<sup>3</sup>，公司与日常经营活动有关政府补助（航线补助、财政返还等）计入其他收益，2017 年及 2018 年第一季度公司获得其他收益分别为 2.82 亿元和 0.71 亿元。2017 年 2018 年第一季度，公司营业外收入分别为 2.13 亿元和 0.18 亿元，主要为每年可获得航线补助、财政返还等政府补贴，具有可持续性，2017 年因会计及政策变更，因营业外收入大幅减少。

图表 17. 影响公司盈利的其他关键因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益（亿元）	1.55	1.18	1.31	0.35	0.09
其中：长期股权投资收益（亿元）	0.36	0.99	0.58	--	--
处置长期股权投资收益（亿元）	0.22	-0.05	-0.02	--	--
可供出售金融资产投资收益（亿元）	0.26	0.04	0.13	--	--
处置可供出售金融资产收益（亿元）	0.68	0.19	0.24	--	--
营业外收入（亿元）	2.93	4.86	2.13	0.18	1.19
其中：政府补助（亿元）	1.55	2.66	1.74	--	--
航线补助（亿元）	0.63	1.23	--	--	--
过期票证（亿元）	0.35	0.37	--	--	--

<sup>3</sup> 2017 年 5 月 10 日财政部颁布的财会[2017]15 号《关于印发修订《企业会计准则第 16 号—政府补助》的通知》。

影响公司盈利的其他关键因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
公允价值变动损益（亿元）	5.00	1.65	0.38	0.00	0.00
其中：投资性房地产（亿元）	5.00	1.65	0.38	--	--

资料来源：根据均瑶集团所提供数据整理

受益于收入及毛利水平的提升，加之取得投资性房产公允价值变动收益、投资收益及政府补贴等，2017 年及 2018 年第一季度，该公司实现营业利润分别为 19.67 亿元和 7.67 亿元；净利润分别为 14.53 亿元和 5.60 亿元。

### (3) 运营规划

该公司在现有民航运输、汽车销售及百货销售等业务的基础上，逐步拓展金融业务，近期公司对爱建集团投资规模较大，已成为爱建集团第一股东，但因审计认定原因，公司尚未能实现对爱建集团的并表。2018 年，公司资本支出仍主要集中于飞机采购，此外约支出 20 亿元增持爱建集团股权至 23.41%，后续仍会增持一部分股权；华瑞银行计划增资 10 亿元，公司需出资 3 亿元。短期内，公司资本支出规模仍较大，资金需求较为明显。

## 管理

**跟踪期内，王均金仍为该公司实际控制人，公司组织结构及管理制度方面无重大变动。**

该公司为民营企业，实际控制人为王均金。跟踪期内，公司股权结构未发生变化。截至 2018 年 3 月末，公司注册资本为 8 亿元，公司产权状况详见附录一。

跟踪期内，该公司无重大人事变动。

该公司股东下属企业众多，公司与关联方的关联交易较频繁。关联方商品与劳务方面，2017 年，公司从关联方采购商品/接受劳务金额为 17.05 万元，主要为广告宣传和住宿费等；同期向关联方出售商品/提供劳务金额为 696.95 万元，主要为物业管理、租赁、广告宣传等。

该公司关联方往来规模尚可，主要为其他应收关联方资金，2017 年末关联方其他应收款余额为 9.35 亿元，较上年末增加 2.52 亿元，主要为应收温州均瑶集团有限公司<sup>4</sup>（简称“温州均瑶集团”）和上海沁漉商务咨询有限公司<sup>5</sup>款项，不计息，存在关联方占用资金的风险，若关联方经营产生重大不利变化，或将对公司的生产经营和资金周转产生影响。

<sup>4</sup> 截至 2017 年末，温州均瑶集团合并口径资产总额 57.36 亿元，负债总额 39.71 亿元；2017 年实现营业收入 15.38 亿元，净利润 0.76 亿元。

<sup>5</sup> 上海沁漉商务咨询有限公司原名为上海均瑶创业投资有限公司，于 2017 年改名。上海沁漉商务咨询有限公司未开展业务，截至 2017 年末，上海沁漉商务咨询有限公司合并口径资产总额 6.03 亿元，负债总额 6.00 亿元。

**图表 18. 公司关联往来情况（单位：万元）**

关联交易内容	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
应收账款余额	3217.54	21.66	563.13	559.63
预付款项	0.15	0.15	--	--
其他应收款余额	93035.63	68330.61	93509.98	72272.26
长期应收款	948.52	458.46	530.98	563.91
<b>小计</b>	<b>97201.84</b>	<b>68810.88</b>	<b>94604.09</b>	<b>73395.8</b>
应付账款	--	1.03	--	--
预收账款	249.34	23.00	21.34	101.55
其他应付款	--	5383.23	15049.95	3525.30
长期应付款	10327.53	50.00	50.00	3683.61
<b>小计</b>	<b>10576.87</b>	<b>5457.26</b>	<b>15121.29</b>	<b>7310.46</b>

资料来源：均瑶集团

关联担保方面，截至 2017 年末，该公司为下属子公司吉祥航空担保 24.08 亿元和 0.49 亿美元，为无锡商业大厦担保 4.90 亿元。

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2018 年 8 月 21 日，公司本部暂无违约情况发生。

**图表 19. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）**

信息类别	信息来源	查询日期	母公司	吉祥航空	无锡商业大厦
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018-8	无	存在 <sup>6</sup>	存在
各类债券还本付息	公开信息披露	2018-8	正常	不涉及	不涉及
诉讼	国家企业信用信息公示系统、天眼查	2018-8	不涉及	劳动合同纠纷等案件	不涉及
工商	国家企业信用信息公示系统、天眼查	2018-8	无	无	无

资料来源：根据均瑶集团所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

## 财务

受限于该公司航空运输业务重资产的特性，公司近年来购置飞机规模较大，资金支出规模明显，加之跟踪期内增持爱建集团股份，公司负债规模不断上升，但受益于逐年良好的经营积累，公司整体负债经营程度尚属合理。公司核心业务现金获取能力较强，资产质量较好，货币资金较为充裕，能有效保障公司即期债务的偿付。

### 1. 数据与调整

瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则——

<sup>6</sup> 根据公司提供得无锡商业大厦集团 2018 年 7 月 17 日《企业信用报告》，无锡商业大厦集团存在一笔 2016 年已结清欠息，根据中国建设银行提供的情况说明，因公司误将资金划转至错误还款账号未能及时扣款所致。根据公司提供的吉祥航空 2018 年 8 月 20 日《企业信用报告》，吉祥航空 2015 年存在两笔已结清欠息，根据上海农商银行普陀支行提供的情况说明，因为银行经办操作失误导致划款失败，非吉祥航空恶意欠息；建设银行上海金桥支行提供说明，因周末或节假日结息，允许在下一个工作日付息，吉祥航空未发生实质性欠息。

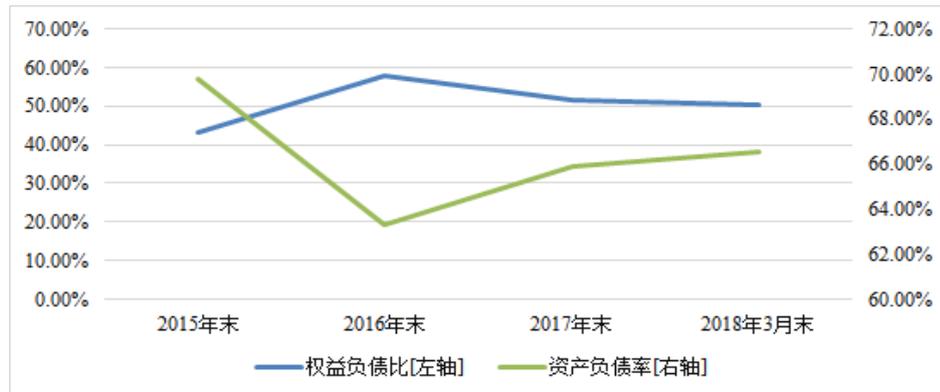
基本准则》及其他相关规定。

2017 年该公司因业务发展需要，购买长兴奥长汽车销售服务有限公司等 3 家公司，同一控制下合并企业唐山均瑶乳品有限公司，处置子公司上海国卿资产管理咨询有限公司，清算 1 家子公司，设立一家子公司，截至 2017 年末，公司合并范围内子公司共计 126 家，其中直接投资的一级子公司 21 家。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 20. 公司财务杠杆水平变动趋势



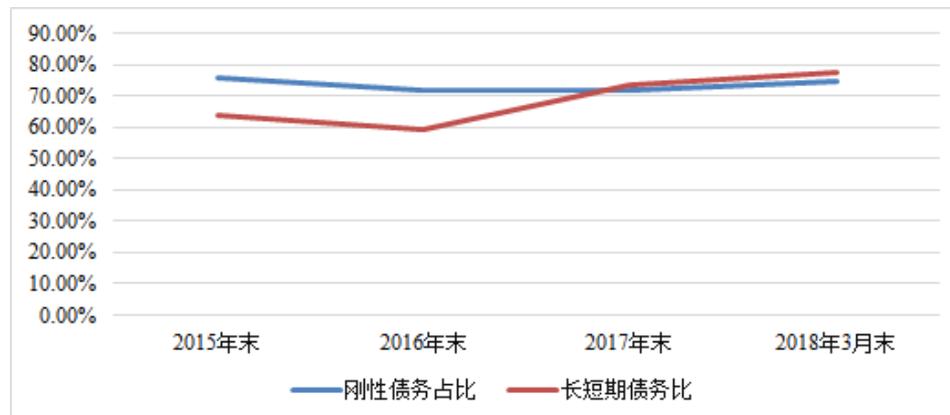
资料来源：根据均瑶集团所提供数据绘制

受民航运输板块逐步扩充业务规模及对外股权投资增加等因素影响，近年来该公司债务水平持续上升，2017 年末及 2018 年 3 月末，公司负债总额分别为 282.03 亿元和 300.04 亿元，资产负债率分别为 65.93%和 66.56%，2017 年末，随着负债总额的增长，公司资产负债率随之上升。根据公司未来融资规划，公司近期投融资支出仍保持在一定规模，短期内，公司资产负债率将保持增长趋势。

随着经营利润的积累及上市公司定增，该公司所有者权益逐年增加，2017 年末及 2018 年 3 月末，公司所有者权益分别为 145.77 亿元和 150.75 亿元，其中实收资本均为 8.00 亿元，资本公积分别为 38.42 亿元和 38.33 亿元，2017 年末增幅主要系公司处置均瑶集团乳业股份有限公司股权，处置收益于合并层面调整为资本公积增加 5.14 亿元。2015-2017 年，公司现金分红分别为 1.12 亿元、3.41 亿元和 7.55 亿元，2018 年公司计划分配 2017 年利润 4.95 亿元。

## (2) 债务结构

图表 21. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据均瑶集团所提供数据绘制

从负债期限来看，该公司负债主要以流动负债为主，2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 63.77%、59.35%、73.39% 和 77.50%。从负债结构来看，公司负债主要由刚性债务、应付账款、其他应付款、预付款项和递延所得税负债等构成，2017 年末公司应付账款 25.76 亿元，较上年末增长 39.95%，主要为房产项目应付工程款、无锡商业大厦集团应付的采购款及应付的航班起降费等，2017 年末增幅主要系应付施工单位工程款和应付货款增加所致；其他应付款为 15.12 亿元，较上年末增长 64.15%，主要为应付往来款、投资款及保证金等，2017 年末增幅主要系拆迁安置补偿款、往来款和保证金增加；预收账款 14.46 亿元，主要是无锡商业大厦预收款、吉祥航空预收机位所得票款、武汉均瑶地产预售款等。截至 2018 年 3 月末，公司负债构成变化不大，其中应付账款为 30.05 亿元，较上年末增长 16.66%，主要系武汉均瑶增加 2.03 亿元应付工程款、无锡商业大厦增加 1.13 亿元货款和吉祥航空增加 0.55 亿元应付航油和起降费等。

## (3) 刚性债务

图表 22. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
短期刚性债务合计	92.02	90.39	96.61	104.60

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月 末
其中：短期借款	53.44	47.63	45.21	59.00
一年内到期非流动负债	12.47	10.04	7.51	5.69
应付短期债券	-	-	-	-
应付票据	6.12	6.89	5.32	3.35
其他短期刚性债务	19.99	25.83	38.58	36.57
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>71.30</b>	<b>71.21</b>	<b>106.71</b>	<b>118.99</b>
其中：长期借款	43.52	44.01	66.99	80.09
应付债券	20.69	20.98	31.97	31.97
其他中长期刚性债务	7.09	6.22	7.75	6.93
<b>综合融资成本（年化，%）</b>	<b>4.76</b>	<b>4.52</b>	<b>4.98</b>	/

资料来源：根据均瑶集团所提供数据整理

2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司刚性债务余额分别为 163.32 亿元、161.60 亿元、203.32 亿元和 223.60 亿元，占负债总额的比重分别为 76.00%、71.63%、72.09% 和 74.52%。2017 年末，公司短期刚性债务 96.61 亿元，主要由短期借款（45.21 亿元）、应付超短期融资券（35.47 亿元）和其他短期刚性债务等构成，中长期刚性债务 106.71 亿元，主要由长期借款（106.71 亿元）和应付债券（31.97 亿元）等构成。从借款主体来看，2017 年末，公司本部刚性债务余额 95.11 亿元（公司本部资产总额 112.31 亿元），吉祥航空刚性债务余额约 88.50 亿元（吉祥航空资产总额 202.37 亿元），其他刚性债务主要集中在无锡商业大厦。

图表 23. 2017 年末公司银行借款构成情况（单位：亿元）

项目	短期借款	一年内到期长期借款	长期借款	合计
质押借款	6.53	--	9.90	16.43
抵押借款	10.80	7.51	34.78	53.09
保证借款	18.22	--	7.49	25.71
信用借款	9.66	--	14.82	24.48
<b>合计</b>	<b>45.21</b>	<b>7.51</b>	<b>66.99</b>	<b>119.71</b>

资料来源：根据均瑶集团所提供数据整理、绘制（四舍五入存在尾差）

从借款方式来看，2017 年末，该公司银行借款 119.71 亿元，主要由抵押借款（53.09 亿元）、保证借款（25.71 亿元）和信用借款（24.48 亿元）等构成，质押物主要公司持有的爱建集团 1.01 亿股票；抵押物主要为公司自有飞机、投资性房地产和土地使用权等，银行借款利率区间约为 3.90-6.95%。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
营业周期（天）	46.95	40.35	48.18	-

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年第一季度
营业收入现金率(%)	116.94	118.55	115.83	116.12
业务现金收支净额(亿元)	33.12	33.19	27.77	7.73
其他因素现金收支净额(亿元)	-14.82	-13.44	2.18	-2.42
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	18.30	19.76	29.94	5.31
EBITDA(亿元)	31.15	32.75	38.27	-
EBITDA/刚性债务(倍)	0.32	0.27	0.21	-
EBITDA/全部利息支出(倍)	5.57	4.66	4.59	-

资料来源：根据均瑶集团所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司民航运输及百货销售业务现金回笼情况一直较好，2015-2017年公司营业周期分别为46.95天、40.35天和48.18天，营业周期较短，资金周转速度较好；2015-2017年及2018年第一季度，公司业务现金收支净额分别为33.12亿元、33.19亿元、27.77亿元和7.73亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；公司其他因素现金收到现金主要为往来款、政府补助、其他业务收入、存款利息、应收款回笼等；其他因素现金支出现金主要为往来款、税费、应付款支出以及各类费用等，2015-2017年及2018年第一季度，其他因素现金收支净额分别为-14.82亿元、-13.44亿元、2.18亿元和-2.42亿元。2015-2017年及2018年第一季度，公司经营性现金净流量分别为18.30亿元、19.76亿元、29.94亿元和5.31亿元；营业收入现金率分别为116.94%、118.55%、115.83%和116.12%，现金回笼能力较强。

该公司EBITDA主要由利润总额、列入财务费用的利息支出和固定资产折旧等构成，2015-2017年，公司EBITDA分别为31.15亿元、32.75亿元和38.27亿元。公司EBITDA对利息支出的保障能力较强，但对刚性债务的覆盖能力较弱。

## (2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况(亿元)

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-27.75	-1.68	-14.22	-17.48
其中：理财产品投资回收与支付净额	--	--	--	-
其中：与主业有关的投资净额	-27.75	-1.68	-14.22	-17.48
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-48.14	-35.74	-34.84	-7.55
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-4.61	0.07	1.81	1.15
投资环节产生的现金流量净额	-80.51	-37.35	-47.25	-23.88

资料来源：根据均瑶集团所提供数据整理

该公司对外投资主要为飞机购买及股权投资等，2015-2017年及2018年

第一季度,公司回收投资与投资支付净流入额分别为-27.75 亿元、-1.68 亿元、-14.22 亿元和-17.48 亿元,2015 年由于公司购买上海嘉麟信息科技有限公司,加之对华瑞银行及爱建集团进行投资,公司投资支付现金 31.02 亿元;2017 及 2018 年第一季度,因公司增持爱建集团股份,投资支出规模较大。2015-2017 年及 2018 年第一季度,公司购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额分别为-48.14 亿元、-35.74 亿元、-34.84 亿元和-7.55 亿元,主要为机队规模扩充;同期公司投资环节产生的现金净额分别为-80.51 亿元、-37.35 亿元、-47.25 亿元和-23.88 亿元。

### (3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
权益类净融资额	6.57	34.03	-5.94	--
其中: 永续债及优先股	--	--	--	--
债务类净融资额	59.78	-1.51	36.87	18.96
其中: 现金利息支出	5.34	4.80	2.10	2.13
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	1.19	-3.62	2.70	-0.68
筹资环节产生的现金流量净额	67.54	28.90	33.64	18.28

资料来源: 根据均瑶集团所提供数据整理

目前, 该公司日常经营所得资金尚不能覆盖公司投资所需资金, 为弥补资金缺口, 公司通过银行借款及发行债券等多种方式进行融资, 2015 年吉祥航空的上市进一步扩充了公司的融资渠道, 2015-2017 年及 2018 年第一季度, 公司筹资性现金净流量分别为 67.54 亿元、28.90 亿元、33.64 亿元和 18.28 亿元, 其中权益类净融资额分别为 6.57 亿元、34.03 亿元、-5.94 亿元和 0.00 亿元, 2015 年吉祥航空上市首付募集资金 7.60 亿元, 2016 年吉祥航空完成定向增发募集资金 33.68 亿元, 2016 年大东方股份完成定向增发 4.10 亿元, 2017 年权益融资为负主要系股利分配; 同期债务类净融资额分别为 59.78 亿元、-1.51 亿元、36.87 亿元和 18.96 亿元, 主要为银行借款和发行债券等。

综合而言, 该公司经营活动现金流入较充沛, 但飞机等固定资产的购置需求持续及对外股权投资明显, 公司经营活动现金流入不能满足公司投资需求, 加之历史债务的还本付息, 短期内公司筹资活动净流入仍会保持在一定规模。

## 4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
流动资产 (亿元, 在总资产中占比%)	76.68	98.29	128.74	131.59
	24.89%	27.58%	30.09%	29.19%
其中: 货币资金 (亿元)	28.21	38.33	53.82	52.32

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
应收款项（亿元）	3.95	4.13	6.56	6.79
预付款项（亿元）	3.61	6.09	9.58	11.17
其他应收款（亿元）	25.89	27.77	30.31	31.94
存货（亿元）	13.83	16.54	24.80	27.16
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	231.42	258.03	299.06	319.19
	75.11%	72.42%	69.91%	70.81%
其中：固定资产（亿元）	71.81	95.09	128.31	126.38
在建工程（亿元）	43.72	50.04	40.44	44.86
可供出售金融资产（亿元）	16.14	17.24	15.06	14.54
投资性房地产（亿元）	44.30	46.38	52.07	52.07
长期股权投资（亿元）	32.88	32.96	43.41	61.03
无形资产（亿元）	6.16	7.90	9.67	9.70
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>64.42</b>	<b>51.00</b>	<b>64.56</b>	--
<b>期末抵质押融资余额（亿元）</b>	<b>70.95</b>	<b>59.54</b>	<b>69.52</b>	--
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>20.91</b>	<b>14.31</b>	<b>15.09</b>	--

资料来源：根据均瑶集团所提供数据整理

2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司资产总额分别为 308.09 亿元、356.31 亿元、427.80 亿元和 450.78 亿元。其中，非流动资产分别为 231.42 亿元、258.03 亿元、299.06 亿元和 319.19 亿元，分别占资产总额的 75.11%、72.42%、69.91% 和 70.81%，受制于民航运输及百货经营业务的特点，公司飞机及自营物业等非流动资产在总资产中占比较大。

从流动资产结构来看，该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产等构成。2017 年末，公司货币资金余额为 53.82 亿元，较上年末增长 40.40%，2017 年末扣除受限货币资金 5.68 亿元后，货币资金存量仍较为充裕，可为即期债务偿付提供一定保障；应收账款为 6.56 亿元，较上年末增长 58.78%，主要为应收结计算机票款和部分工程类款项，随着公司业务规模增长自然增长；预付款项为 9.58 亿元，较上年末增长 57.44%，主要为预付工程款和航油等款项，2017 年增幅主要系吉祥航空预付航油款项增长、武汉均瑶预付工程款增加及无锡大厦集团预付货款增加；其他应收款为 30.31 亿元，较上年末增长 9.14%，主要为往来款和飞机租赁押金、大修保证金等，随着民航运输业务的扩张，其他应收款规模持续扩大，2017 年末主要应收上海沁漉商务咨询有限公司、上海华上实业有限公司和温州均瑶集团等往来款（关联方往来款占其他应收款比约 30%，不计息）；存货主要为少量待售房产项目、迪士尼文化产品、汽车商品库存及航材等，2017 年末存货较上年末增长 49.87%，主要系武汉均瑶汉江苑三期项目投入增加和库存商品增加，2017 年存货周转速度为 9.16 次，周转较快。截至 2018 年 3 月末，公司流动资产较 2017 年末无重大变化，其中存货 27.16 亿元，较上年末增长 9.52%，主要系康桥商业用地项目投资增加及汽车存货增加。

该公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房

地产、固定资产、在建工程 and 无形资产等构成。2017 年末，公司可供出售金融资产为 15.06 亿元，主要为可供出售的权益工具以及对上海国瑞投资管理中心（有限合伙）、赣商联合股份有限公司等公司股权投资，同期公司持有或处置可供金融资产获得收益合计为 0.37 亿元；长期股权投资为 43.41 亿元，较上年末增长 31.27%，主要为对华瑞银行、爱建集团等 14 家联营企业的股权投资，2017 年末增幅主要系公司追加 10.03 亿元增持爱建集团股份；投资性房地产为 52.07 亿元，主要系公司对外出租的房屋和建筑物，2017 年投资性房地产较上年末增长 12.28%，主要系公司原自用房产改为出租，自固定资产及存货转作投资性房地产并采用公允价值计量；固定资产净额为 128.31 亿元，较上年末增长 34.93%，增幅主要系吉祥航空新增飞机及发动机装置；在建工程为 40.44 亿元，主要为购置飞机预付成本；无形资产为 9.67 亿元，主要为土地使用权。截至 2018 年 3 月末，公司非流动资产较 2017 年末无重大变化，其中长期股权投资 61.03 亿元，较上年末增长 40.59%，主要系公司增持爱建集团股份所致。

## 5. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
流动比率 (%)	58.43	69.42	79.15	77.85
速动比率 (%)	45.14	53.44	58.02	55.18
现金比率 (%)	21.50	27.07	33.09	30.95

资料来源：根据均瑶集团所提供数据整理

该公司属于资本密集型企业，资金大量沉淀于以飞机、持有物业为主的固定资产和以预付飞机购置成本为主的在建工程等非流动资产，2017 年末及 2018 年 3 月末，公司流动比率分别为 79.15% 和 77.85%；速动比率分别为 58.02% 和 55.18%；2017 年末，公司受限资产账面价值 64.56 亿元，占资产总额的 15.09%，主要为固定该资产中飞机和上海均瑶国际广场房屋等资产，此外公司持有的上市子公司吉祥航空质押 0.12 亿股，占公司持有吉祥航空股份的 1.06%，公司整体资产流动性尚可。

## 6. 表外事项

截至 2018 年 3 月末，该公司对合并口径外企业担保 2.50 亿元，担保对象为温州均瑶集团，担保比率为 1.66%，或有负债风险可控。

## 7. 集团本部财务质量

2017 年及 2018 年 3 月末，该公司本部资产总额分别为 112.31 亿元和 129.86 亿元，其中占比较大的主要为长期股权投资和其他应收款，2017 年末公司本部受限资产 0.38 亿元，受限情况较小。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司本部刚性债务分别为 95.11 亿元和 111.14 亿元，资产负债率分别为 88.32%

和 91.01%，公司本部资产负债率较高，还本付息压力较大，但公司持有的上市公司吉祥航空、大东方股份以及爱建集团等股权均未按照公允价值计算，若按照公允价值计算公司本部资产负债率会大幅下降。2017 年及 2018 年第一季度，公司本部实现营业收入 0.78 亿元和 0.11 亿元，主营业务由下属子公司负责营运，集团本部起到战略决策、投融资和工作部署等功能，本部营业收入主要来源于文化产品销售，同期净利润分别为 3.18 亿元和-1.41 亿元，2017 年因公司处置一部分均瑶乳业股份，获得投资收益 7.81 亿元，公司当期本部净利润大幅增长。

## 外部支持因素

### 1. 政府支持

该公司获得政府支持主要在航线补贴方面，2017 年，公司获得政府补贴 4.56 亿元，较上年增加 1.90 亿元，随着公司开拓航线力度的加大，补贴随之增长。

### 2. 国有大型金融机构支持

该公司具有较好的银行信用，与多家银行建立了良好合作关系，融资渠道较为通畅。截至 2018 年 6 月末，公司获得银行授信额度为人民币 490.80 亿元、美元 3.40 亿元；其中尚未使用的额度为人民币 278.31 亿元、美元 2.75 亿元。公司目前总体经营状况较好，能够在授信额度内以银行借款的方式保证营运资金的正常周转。

图表 29. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模 /余额	利率区间	附加条件/增 信措施
全部（亿元）	513.28	370.28	150.24	3.80-6.53%	抵押、担保
其中：国家政策性金融机构（亿元）	20.62	20.62	17.02	4.75%	抵押、担保
工农中建交五大商业银行（亿元）	274.45	190.05	74.72	3.80-5.70%	抵押、担保
其中：大型国有金融机构占比（%）	57.49	56.89	61.06	--	--

资料来源：根据均瑶集团所提供数据整理（截至 2018 年 6 月末）

## 附带特定条款的债项跟踪分析

### 18 均瑶 CP001：交叉违约

本期短券内含交叉违约条款，触发情形：该公司及其合并范围内子公司未能清偿到期应付（或宽限期到期后应付（如有））的其他债务融资工具，公司债，企业债或境外债券的本金或利息；或未能清偿到期应付的任何金融机

构贷款（包括银行贷款，信托贷款，财务公司贷款等），承兑汇票，金融租赁，资产管理计划融资，银行理财直接融资工具，且①单独或累计的总金额达到或超过人民币 1.00 亿元；或②最近一年经审计净资产 5%；两者以较低为准。

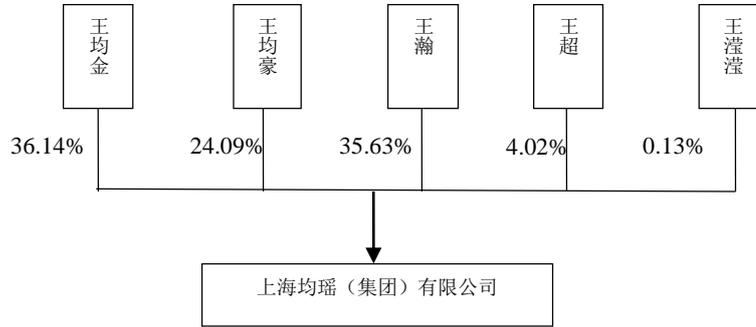
## 评级结论

跟踪期内，王均金仍为该公司实际控制人，公司组织结构及管理制度方面无重大变动。

跟踪期内，受益于国民经济的发展以及民众休闲旅游需求的增长，该公司民航运输业务规模快速扩张、收入水平大幅增长，但受航油价格上升，机队规模扩张带来人工成本及起降服务费增加等影响，业务毛利率有所下滑，同时，公司百货及汽车销售业务收入仍保持在较高水平，主业盈利能力较强。跟踪期内，公司持续增持爱建集团股权，目前已成为爱建集团第一大股东。受限于公司航空运输业务重资产的特性，公司近年来购置飞机规模较大，资金支出规模明显，加之跟踪期内增持爱建集团股份，公司负债规模不断上升，但受益于逐年良好的经营积累，公司整体负债经营程度尚属合理。公司核心业务现金获取能力较强，资产质量较好，货币资金较为充裕，能有效保障公司即期债务的偿付。

附录一：

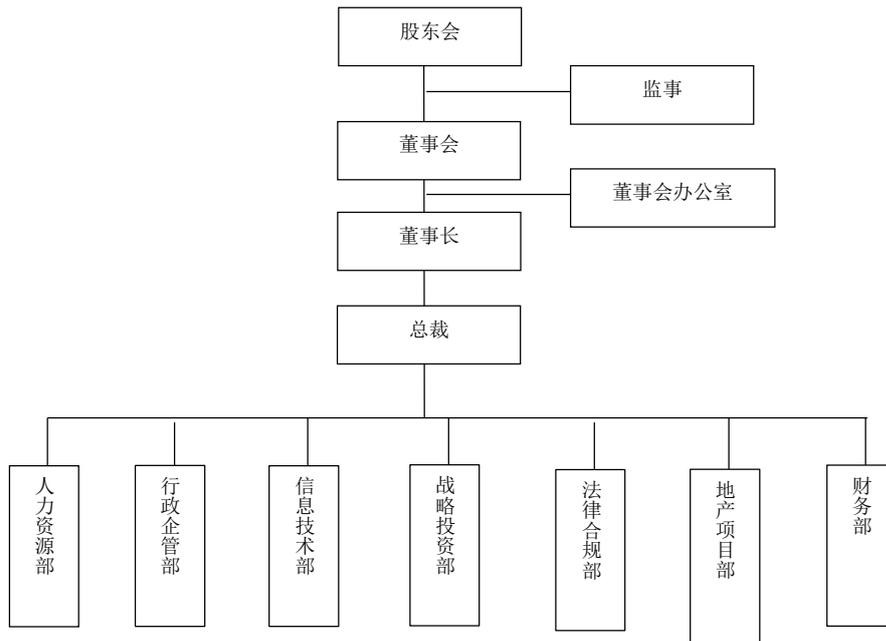
公司与实际控制人关系图



注：根据均瑶集团提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据均瑶集团提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

**附录三：**
**相关实体主要数据概览**

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流量	EBITDA	
上海均瑶(集团)有限公司	均瑶集团	本部	--	--	95.11	13.12	0.78	3.18	-3.08	--	
上海吉祥航空股份有限公司	吉祥航空	一级子公司	63.12	航空客货运输	90.65	87.83	124.12	13.52	27.61	27.59	
江苏无锡商业大厦集团有限公司	无锡大厦集团	一级子公司	100.00	自有资产经营管理、维修服务。	15.48	38.38	91.86	2.69	2.39	5.74	
武汉均瑶房地产开发有限公司	武汉均瑶地产	一级子公司	95.00	房地产开发、销售、租赁	2.50	4.24	0.17	1.61	-0.99	2.43	
均瑶集团乳业股份有限公司	均瑶乳业	一级子公司	39.01	食品生产销售	--	5.36	11.46	2.30	2.79	3.24	
杭州上海市世界外国语小学	杭州上海世外	一级子公司	100.00	全日制初小学学历教育	--	0.07	0.20	-0.01	0.03	0.09	
上海世界外国语小学	上海世外	一级子公司	100.00	全日制初小学学历教育	--	1.28	0.88	0.07	0.14	0.0031	
上海爱建集团股份有限公司	爱建集团	重要投资公司	20.08	信托、房地产管理等	68.08	71.04	23.34	8.30	11.94	11.92	
上海爱建信托有限责任公司	爱建信托	爱建集团重要子公司	爱建持有99.33%	资金信托, 动产信托, 不动产信托等	11.92	45.18	16.63	8.96	6.12	11.98	
上海华瑞银行股份有限公司	华瑞银行	重要投资公司	30%	吸收公众存款; 发放短期、中期和长期贷款等	不适用	33.92	9.82	2.53	0.47	3.61	

注：根据均瑶集团 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	308.09	356.31	427.80	450.78
货币资金 [亿元]	28.21	38.33	53.82	52.32
刚性债务[亿元]	163.32	161.60	203.32	223.60
所有者权益 [亿元]	93.19	130.71	145.77	150.75
营业收入[亿元]	179.13	207.12	234.09	67.72
净利润 [亿元]	14.70	13.57	14.53	5.60
EBITDA[亿元]	31.15	32.75	38.27	—
经营性现金净流入量[亿元]	18.30	19.76	29.94	5.31
投资性现金净流入量[亿元]	-80.51	-37.35	-47.25	-23.88
资产负债率[%]	69.75	63.32	65.93	66.56
权益资本与刚性债务比率[%]	57.06	80.89	71.70	67.42
流动比率[%]	58.43	69.42	79.15	77.85
现金比率[%]	21.50	27.08	33.09	30.95
利息保障倍数[倍]	4.55	3.65	3.48	—
担保比率[%]	0.15	0.10	1.72	1.66
营业周期[天]	46.95	40.35	48.18	—
毛利率[%]	20.82	19.48	19.13	21.30
营业利润率[%]	9.93	7.24	8.40	11.32
总资产报酬率[%]	9.90	7.72	7.41	—
净资产收益率[%]	18.58	12.12	10.51	—
净资产收益率*[%]	19.47	11.54	8.59	—
营业收入现金率[%]	116.94	118.55	115.83	116.12
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	16.28	14.48	19.69	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-34.90	-7.99	-6.82	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.57	4.66	4.59	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.24	0.20	0.21	—

注：表中数据依据均瑶集团经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出(倍)=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务(倍)=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

**附录五：**

**评级结果释义**

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D：

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高
D 等	D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。